

日期: 2011年9月16日  
行业: 电器机械及器材制造业



邓永康  
021-53519888-1919  
yk deng@126.com  
执业证书编号: S0870510120004

# 产品竞争力强 渠道优势明显

## 基本数据 (11H1)

报告日股价 (元)	17.58
12mth A 股价格区间 (元)	31.70/51.98
总股本 (百万股)	256.00
无限售 A 股/总股本	25.00%
流通市值 (百万元)	1,125.12
每股净资产 (元)	5.48
PBR (X)	3.21
DPS (Y10, 元)	0.30

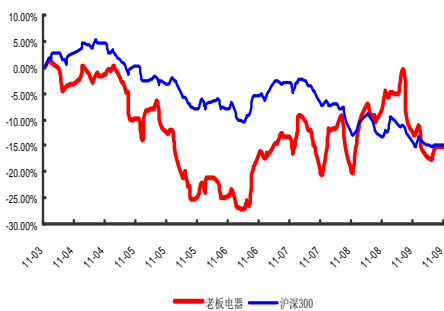
## 主要股东 (11H1)

杭州老板实业集团有限公司	50.38%
美好资本投资有限公司	6.25%
杭州联和投资有限公司	5.00%

## 收入结构 (11H1)

油烟机	53.59%
燃气灶	29.13%
消毒柜	9.90%
小家电	5.56%

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: DYK11-CI03

首次报告日期: 2011年2月28日

## ■ 报告背景:

近期通过调研老板电器四川销售公司,对老板电器和竞争对手的销售情况和渠道建设进行了跟踪研究。

## ■ 主要观点:

### 销售收入增速高于全国平均水平

四川公司近年来的销售量增速保持在较高的水平,在 2011 年将实现销售烟灶 34,000 台,同比增长 44%;实现销售收入 9,690 万元,同比增长 47%。四川公司的销售增速高于全国平均水平。

### 渠道优势明显

从 09 年开始,四川公司的销售平均年增长超过 40%,这主要是由于四川公司发挥了渠道优势,建立了以 KA、橱柜、专卖店三足鼎立,多渠道结构均衡发展。

### 品牌建设定位于高端

老板电器在四川地区的品牌建设一直坚持定位在高端,通过各种方式宣传和提升品牌形象。

### 销售增速有望超过 40%

四川公司的销售收入在 2012、2013 年有望保持 40% 以上的增速,2013 年的销售收入将突破 2 亿元。

## 投资建议:

### 未来六个月内,跑赢大市

公司在 11、12 年的基本每股收益为 0.67 元、0.83 元,动态市盈率分别为 26.16 倍、21.18 倍,我们维持公司的投资评级为:未来六个月内,跑赢大市。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	934.17	1,231.60	1,559.00	1,960.00
年增长率 (%)	7.81	31.84	26.58	25.72
归属于母公司的净利润	81.83	134.34	172.03	212.44
年增长率 (%)	51.09	64.17	28.05	23.49
每股收益 (元)	0.32	0.52	0.67	0.83
PER (X)	55.00	33.50	26.16	21.18

注:有关指标按最新总股本为 256.00 百万股计算

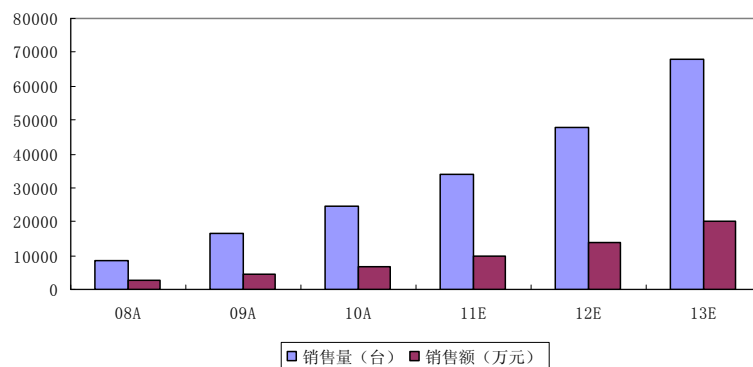
## 1、销售收入增速高于全国平均水平

得益于四川省城乡居民收入、生活水平的提高和房地产行业的飞速发展，厨房烟灶产品保持较高的增速，高端化趋势明显。同时，行业集中度在不断提高，2011年6月，行业前10名的市场占有率达到90.8%，比去年同期提高6.8个百分点。

公司目前的销售以代理制为主，除在北京和上海设立销售子公司外，全国设立57家区域总代理。公司通过实施代理商持有上市公司股权的形式，消除了代理制带来的执行力差，忠诚度低等弊端，并发挥代理制激励力度大的优点。四川省老板电器有限公司（以下简称：四川公司）是老板电器的重要区域代理商之一。

四川公司近年来的销售量增速保持在较高的水平，由于产品结构高端化，销售平均单价提高，销售额的增速更快。2010年，四川公司共销售烟灶24,658台，同比增长43%；实现销售收入6,610万元，同比增长56%。四川公司在2011年将实现销售烟灶34,000台，同比增长44%；实现销售收入9,690万元，同比增长47%。四川公司的销售增速高于全国平均水平。

图 1 四川公司销售业绩及预测



资料来源：上海证券研究所整理

## 2、渠道优势明显

08年，由于受512汶川地震的影响，四川公司的销售压力较大，但从09年开始，四川公司的销售平均年增长超过40%，这主要是由于四川公司发挥了渠道优势，建立了以KA、橱柜、专卖店三足鼎立，多渠道结构均衡发展。

图 2 四川公司渠道数量

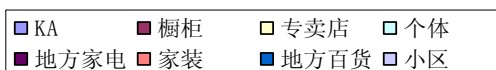
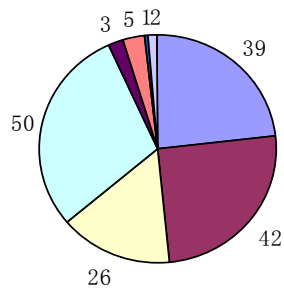
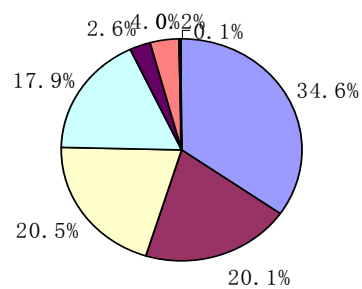


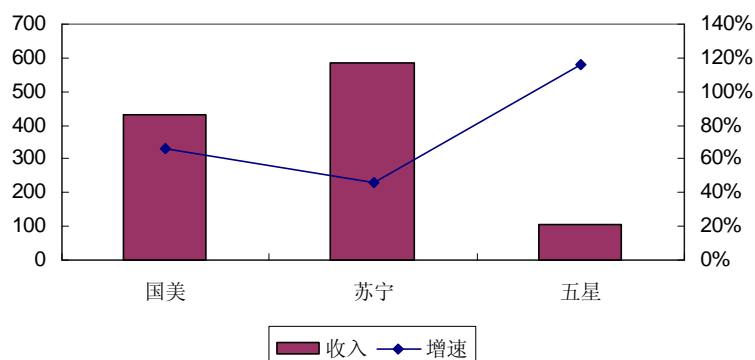
图 3 四川公司渠道销售占比



资料来源：公司定期报告；上海证券研究所整理

四川公司的 KA 渠道共有 39 个，占销售网点总数的 23.2%，销售量占比达到 34.6%。四川公司的 KA 渠道主要有苏宁、国美、五星等家电大连锁、百安居、东方家园等建材超市。老板电器成为主要 KA 渠道的战略性合作品牌，占据第一门店选位、成为第一战略主推。今年上半年，主要 KA 渠道销售增速较快，在国美、苏宁和五星的销售收入增速分别达到 66%、46% 和 116%，远远超出今年上半年 10% 左右的行业平均增速。

图 4 四川公司在主要 KA 渠道的销售情况



资料来源：上海证券研究所整理

成都橱柜渠道市场成都市场特别发达、本地橱柜品牌占据主导地位、电器配套率较高。橱柜商不仅在专业橱柜市场开设店面、而且还在建材、家装商城开设分店。老板电器和本地主流橱柜品牌合作良好，跟随其店面拓展顺利进入这类渠道。部分中小型橱柜为提升其店面影响力，主动要求与老板电器合作，并以老板电器品牌形象为主题形象。四川公司目前已经进入新美居、南门富森、红星美凯龙、华达装饰城

等专业橱柜市场，网点数已经达到 42 个。2011 年上半年，橱柜渠道实现销售收入 915 万元，2011 年将实现 2000 万元，同比增长 20% 以上。

四川公司的专卖店建设已经形成一个成熟的体系，成都市区专卖店均为自营专卖店，目前共有 5 家，分别是新美居、华达、新世纪、新空间、南门富森专卖店，年内将计划新开深圳百利玛成都专卖店和新升桥 4S 店。成都市区专卖店在 2010 年销售达到 300 万，预计 2011 年将达到 500 万，同比增速接近 70%，2012 年的销售将突破 1,000 万元。在地、县级市场、专卖店主要是加盟专卖店的形式进行拓展，2010 年的地、县专卖店数量为 17 个，2011 年将扩展到 26 个，同比增长 50%。

在 KA、橱柜、专卖店的基础上，四川公司与新美居专卖、搜房网等举办团购活动、在星空购物频道开展电视购物、精装房工程等多种渠道。

### 3、品牌建设定位于高端

老板电器在四川地区的品牌建设一直坚持定位在高端。在每个销售终端，保持位置最好、形象最佳、档次最高；利用各种开业及各个大型活动期间加强终端氛围营造，提升品牌曝光度；同时利用高端赠品配老板品牌，长期坚持赠送某一高端赠品，能引发顾客对品牌的高端定位联想。

### 4、销售增速有望超过 40%

四川公司近年来充分利用老板电器的品牌力的提升、产品的高端化，销售快速增长，KA 渠道已经超过了主要的竞争对手方太。四川公司在稳固成都市场的基础上，将加强 2、3 级市场的开拓，计划成都以外市场的销售占比提升到 60%。四川公司的销售收入在 2012、2013 年有望保持 40% 以上的增速，2013 年的销售收入将突破 2 亿元。

### 5、公司业绩预测和投资建议

四川公司在四川地区建立以 KA、橱柜和专卖店为基础的多种渠道，并通过渠道下沉深耕二、三级市场，利用渠道优势充分发挥老板电器的品牌效应，在销售上取得良好的销售业绩，同时也为未来的销售增长奠定了扎实的基础。我们维持对公司 11、12 年的业绩测算，11、12 年的每股收益分别为 0.67 元、0.83 元，11、12 年动态市盈率分别为 26.16 倍、21.18 倍，我们维持公司的投资评级为：未来六个

月内，跑赢大市。

表 1 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业总收入	866.49	934.17	1,231.60	1,559.00	1,960.00
营业成本	412.77	419.86	559.11	711.58	902.96
营业税金及附加	6.49	10.59	12.45	15.59	19.60
销售费用	330.93	340.32	421.00	539.41	674.24
管理费用	58.22	70.06	89.96	93.54	117.60
财务费用	0.75	-1.05	-3.15	0.00	0.00
资产减值损失	1.28	0.19	-0.26	0.00	0.00
投资收益	5.59	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	61.64	94.2	152.48	198.88	245.60
营业外收入	3.66	0.73	3.77	0.00	0.00
营业外支出	0.69	0.73	0.04	0.00	0.00
利润总额	64.6	94.2	156.22	198.88	245.60
所得税费用	10.4	12.37	21.88	26.85	33.16
净利润	54.2	81.83	134.34	172.03	212.44
少数股东损益	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	54.16	81.83	134.34	172.03	212.44
摊薄 EPS (元)	0.21	0.32	0.52	0.67	0.83

数据来源: 公司定期报告 上海证券研究所

## 6、风险因素

房地产调控力度和结果超出预期、厨电市场发生恶性竞争。

## 分析师承诺

分析师 邓永康

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。